

2026

生命科学与资本市场探索深度报告



中国ADC药物产业跟踪

从出海验证转向全球商业化兑现

报告提供的任何内容（包括但不限于数据、文字、图表、图像等）均系头豹研究院独有的高度机密性文件（在报告中另行标明出处者除外）。未经头豹研究院事先书面许可，任何人不得以任何方式擅自复制、再造、传播、出版、引用、改编、汇编本报告内容，若有违反上述约定的行为发生，头豹研究院保留采取法律措施、追究相关人员责任的权利。头豹研究院开展的所有商业活动均使用“头豹研究院”或“头豹”的商号、商标，头豹研究院无任何前述名称之外的其他分支机构，也未授权或聘用其他任何第三方代表头豹研究院开展商业活动。

概览

第一章 ADC行业价值判断切换

- 全球商业兑现重构中国ADC行业价值评估逻辑
- 头部产品验证ADC大单品潜力，商业收入向优势资产集中
- 中国ADC资产形成由国内上市向全球注册递进的梯度结构

第二章 出海资产的真实验证

- 代表资产率先跨越全球临床验证关口，兑现路径开始分化
- ADC出海交易保持活跃，名义规模对资产价值解释力下降
- 海外合作方持续投入成为出海资产落地质量的关键验证
- 靶点持续拥挤，临床超越能力取代替管线布局成为价值核心

第三章 产品竞争力重新分层

- 技术价值由治疗窗口、适应症拓展与专利壁垒共同决定
- 同适应症标准化对比成为识别ADC临床竞争力的前提
- 适应症前移与联合治疗能力决定ADC产品商业化上限

概览

第四章 全球商业化兑现路径

- 未来五年将形成中国原研ADC全球商业化集中验证窗口
- 中国市场率先检验ADC产品放量能力与商业化效率
- 里程碑、特许权及利润分成构成海外价值分阶段回流路径

第五章 企业价值与资本市场定价

- | | |
|---------------------------|----|
| 资本市场定价由授权事件驱动向临床与商业兑现驱动迁移 | 11 |
| 全球价值确定性与企业价值留存共同决定企业合理估值 | 12 |

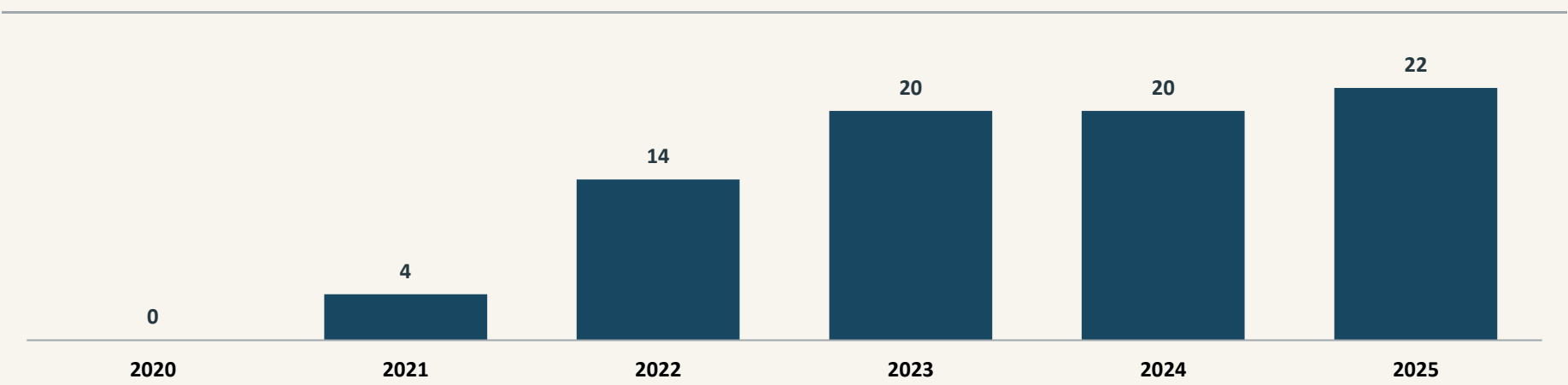
第一章

ADC行业价值判断切换

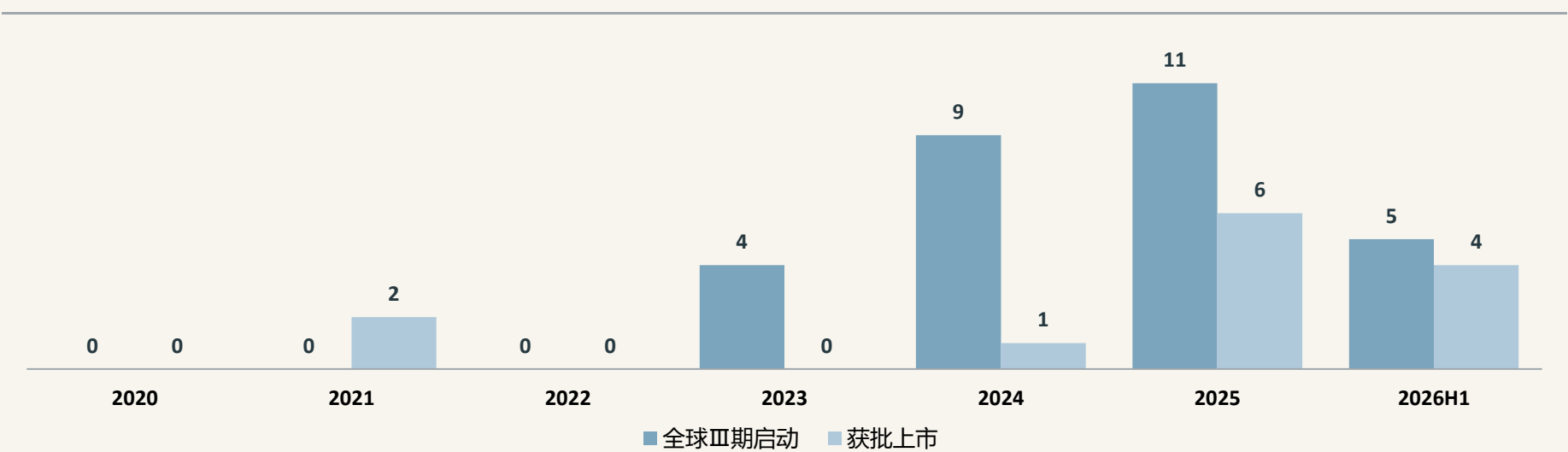
全球商业兑现重构中国ADC行业价值评估逻辑

中国ADC行业已经完成从零星授权到持续输出的第一轮能力验证，价值判断正在从签约数量和潜在总金额转向全球临床推进、注册审评、上市放量与现金回流。2023年以来全球多中心III期启动和关键结果披露明显增多，2025年中国原研ADC获批数量达到阶段高点，说明行业进入研发成果密集兑现期。交易仍是资产获得外部认可的重要入口，后续开发强度、监管路径和企业保留的经济权益将决定价值能否转化为可持续收入。

中国ADC药物License-out交易数量（笔），2020-2025



中国ADC全球III期启动及获批上市数量（项），2020-2026H1



中国ADC行业的价值锚点已经由交易签约转向全球临床、注册获批和现金回流，市场正在进入能够连续验证资产质量的兑现阶段。2020年至2025年License-out交易由0笔增至22笔，2022年后连续四年保持高活跃度，说明中国企业已成为跨国药企补充肿瘤管线的重要来源。**交易数量的持续增长完成了外部需求验证，但决定企业估值上限的因素已经从是否能够完成授权，进一步转向合作方是否愿意持续投入全球开发。**

这一变化在后期临床和获批节奏中更加明显。全球多中心III期启动数量由2023年的4项提高至2025年的11项，2026年上半年仍新增5项。2025年和2026年上半年分别有6项和4项ADC获批上市，意味着前期交易与研发正在进入注册和商业化兑现阶段。对投资市场而言，III期启动代表合作方内部资源排序，关键结果决定注册成功概率，获批上市则将资产价值由远期预期转化为收入和现金流，三者的定价权重显著高于名义交易金额。

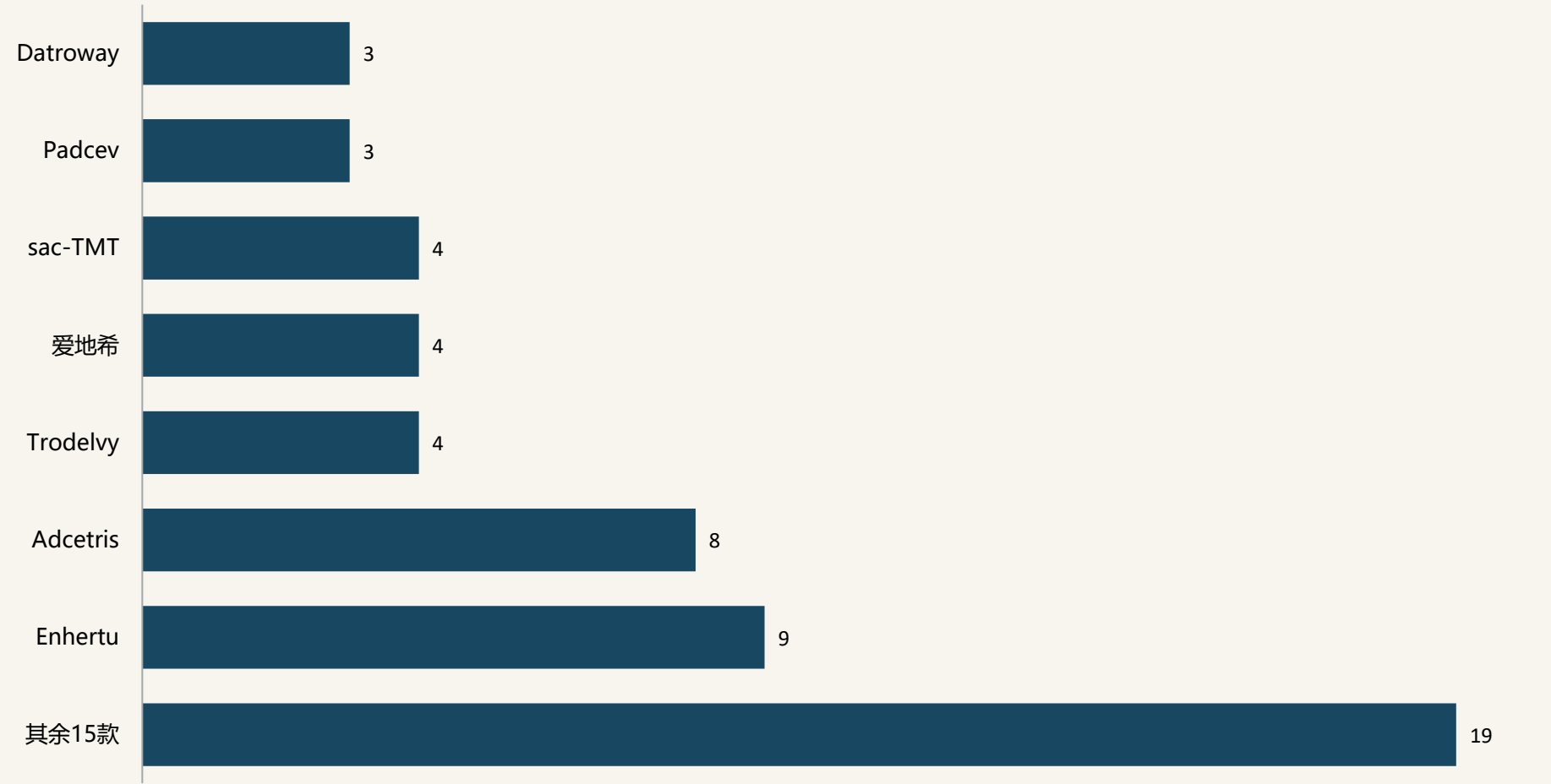
企业间分化将围绕兑现速度和权益质量展开。具备全球III期矩阵、明确监管路径和国内商业化基础的企业，能够通过关键数据、里程碑到账和销售增长形成多重催化。仍停留在早期授权阶段的企业，即使拥有较高潜在交易总额，也需要承受更长时间和更高失败概率。投资者需要把全球临床进度、合作方投入、注册节点和权益留存放在同一框架中判断，优先关注能够连续跨越验证关口的资产与平台。

从板块配置角度看，行业由交易扩容进入兑现期后，估值波动将更多围绕临床终点和收入预期修正。具备多个独立后期资产的企业能够分散单一项目失败风险，拥有国内销售和海外里程碑双重现金来源的公司则具有更强研发续航。

头部产品验证ADC大单品潜力，商业收入向优势资产集中

全球ADC已从单适应症创新疗法演进为具备跨癌种和多治疗线拓展能力的成熟商业平台，市场价值加速向临床优势明确且生命周期管理能力较强的头部产品集中。截至2026年上半年，全球有效ADC适应症共54项，Enhertu与Adcetris合计占比超过三成，显示产品收入上限与适应症覆盖广度高度相关。能够进入一线及围手术期治疗，覆盖不同靶点表达水平，并通过联合治疗扩大获益人群的资产，更容易形成持续放量。中国ADC企业的竞争重点已由获得首次批准转向建立多癌种临床证据、推动治疗线前移并提升全球商业化执行能力。

全球已获批ADC有效适应症数量（项），2026H1



全球ADC商业化已经证明这一技术形态具备大单品潜力，但收入和适应症正在向少数优势产品集中，行业扩容并不意味着所有资产平均受益。截至2026年上半年，全球仍有有效标签的ADC为22款，共覆盖54项适应症。Enhertu和Adcetris分别拥有9项和8项有效适应症，两款产品合计占比超过三成，头部产品通过跨癌种、治疗线前移和联合治疗持续扩大可治疗人群，形成明显的生命周期管理优势。

商业价值的核心并非首次获批，而是产品能否围绕同一分子建立持续扩展的证据体系。 Enhertu已由HER2阳性乳腺癌拓展至HER2低表达及超低表达患者，并延伸到肺癌、胃癌和泛实体瘤。Trodelvy、爱地希和sac-TMT均形成4项适应症布局，说明能够覆盖不同表达水平和多个肿瘤类型的资产更容易突破单一适应症规模限制。相较之下，仅拥有单项后线标签的产品更依赖精准患者筛选，商业化上限和销售持续性相对有限。

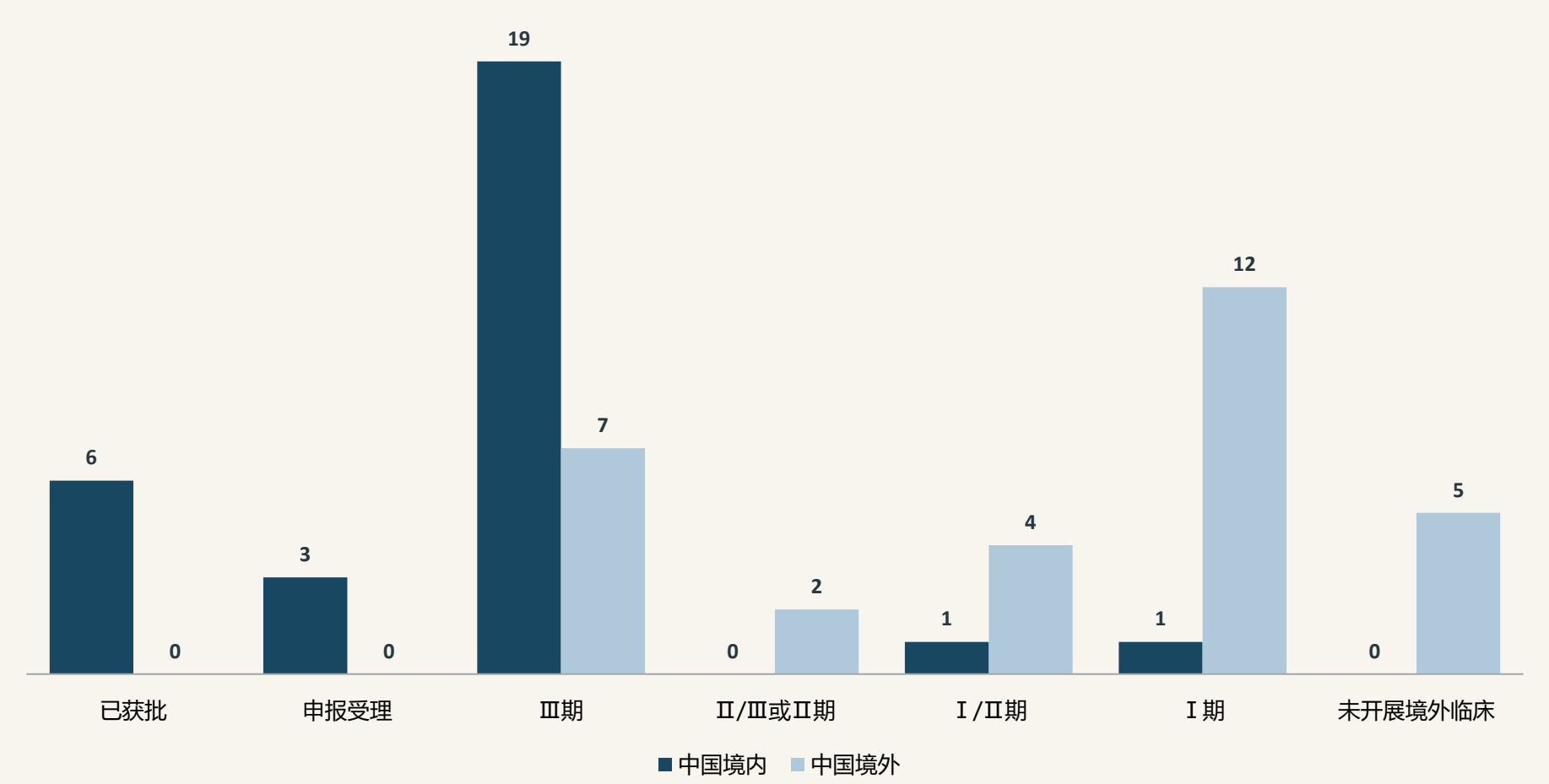
这一集中趋势对中国ADC投资判断具有直接意义。市场不应仅按获批数量或管线数量估值，而应重点关注资产是否具备多癌种拓展能力，安全性是否支持治疗线前移，合作方是否投入足够多的III期研究，以及平台能否持续产生可复制产品。**能够同时建立强临床数据和广适应症矩阵的企业将获得更高成功概率与峰值销售预期，单靶点同质化管线则面临竞争加剧和估值折价。**

头部集中也意味着后来者需要在差异化机制、患者覆盖或治疗线位置上建立明确突破。对于投资者而言，最值得关注的并非下一款获批ADC，而是能够进入更大患者人群并形成多适应症销售曲线的产品。企业若仅在成熟靶点重复后线单药开发，峰值空间容易受到价格和同类竞争压制。**拥有一线、辅助治疗和联合方案布局的平台，更可能复制头部产品的商业扩张路径。**

中国ADC资产形成由国内上市向全球注册递进的梯度结构

中国原研ADC已形成清晰的阶段梯度，国内开发以已获批和Ⅲ期资产为主，海外开发则集中在 I 期至Ⅲ期，全球化兑现速度显著分化。30项重点资产中，中国境内已有6项获批和19项进入Ⅲ期，境外仅7项达到Ⅲ期，仍有12项处于 I 期或 I b期。国内获批适应症又高度集中于乳腺癌和非小细胞肺癌，HER2与TROP2贡献九成以上标签。行业已不再缺少管线数量，下一轮差异来自能否把国内临床优势迁移到全球注册体系，并在更广癌种和更前治疗线建立证据。

中国原研ADC药物境内外最高研发阶段分布（项），2026H1



中国原研ADC已经形成国内后期资产较多、海外开发阶段明显分层的结构，未来价值增量主要来自全球临床阶段提升而非继续增加国内管线。境内30项重点资产中已有6项获批、3项进入申报受理、19项达到Ⅲ期，后期资产占据主导。境外开发仅有7项达到Ⅲ期，12项仍处于 I 期或 I b期，另有5项尚未开展境外临床，国内领先与全球领先之间仍存在明显距离。

已获批适应症的结构同样反映当前竞争特征。11项国产原研ADC适应症中，乳腺癌占45%，非小细胞肺癌占27%，两类癌种合计超过七成。按靶点看，HER2与TROP2贡献十项标签，成熟靶点为企业提供了更清晰的注册路径，也使产品必须在疗效、安全性和治疗线前移方面形成可识别优势。新靶点能够提供差异化空间，但需要更长时间验证靶点生物学和商业患者规模。

资本市场需要区分国内临床领先与全球注册能力。国内Ⅲ期资产能够支撑本土销售预期，但海外价值仍取决于多区域患者入组、国际监管沟通、全球供应和合作方执行。具备境内获批收入和境外Ⅲ期双重支撑的企业更容易形成估值安全垫，只有国内后期阶段的资产应按全球化成功概率折价。**未来最具重估潜力的公司，是能够将本土临床速度转化为全球注册证据，并逐步提高海外权益留存的企业。**

阶段分化还将进一步影响企业的合作议价能力与融资节奏。**进入全球Ⅲ期的资产能够凭借更高注册成功概率获得跨国药企持续投入，并在关键数据披露前形成较强估值支撑。仍处于境外早期临床的项目则更依赖企业现金储备和研发执行能力，若缺少中国市场销售收入或确定性里程碑，容易受到融资需求与开发周期延长的双重压力。**投资者应将境内外研发阶段差值与企业现金消耗、合作方投入和未来两年临床节点结合判断，重点关注能够将中国市场临床优势快速转化为全球注册证据，并逐步扩大适应症覆盖和海外经济权益的企业。

第二章

出海资产的真实验证

代表资产率先跨越全球临床验证关口，兑现路径开始分化

sac-TMT、iza-bren与trastuzumab pamirtecan代表三条不同的全球化路径。sac-TMT已在中国获批四项适应症，并由默沙东推进多项全球III期，属于临床投入强度最高的授权型资产。iza-bren在中国实现首次获批并通过BMS合作保留美国利润分享，但境外最高阶段仍以 I 期为主，权益质量领先于临床成熟度。trastuzumab pamirtecan已获中国上市申请受理，海外拥有两项全球III期，处于注册验证前沿。三者说明资产价值必须同时比较开发阶段、合作方投入、适应症广度与权益结构。

中国原研ADC药物代表资产全球价值兑现进度，2026H1

全球后期验证领先	权益结构领先	注册进度领先
sac-TMT	iza-bren	Trastuzumab pamirtecan
- 中国已获批4项适应症，国内商业化基础率先形成 - 海外已进入多项全球III期研究，开发范围覆盖肺癌、乳腺癌及胃癌等大适应症，合作方持续投入验证其全球开发优先级 - 交易首付款0.35亿美元，潜在里程碑达9.01亿美元。后续全球III期结果、海外注册申报及销售里程碑将构成价值重估的核心催化	- 中国市场已实现首次获批，产品价值开始由临床资产转化为商业化收入 - 合作交易首付款达到8亿美元，并通过美国市场共同开发及利润分享保留更高海外经济权益，价值回流能力显著优于传统授权模式 - 当前海外开发仍处 I 期阶段，未来估值弹性主要取决于全球临床阶段前移、适应症扩展及合作方后续研发投入	- 中国BLA已获受理，资产率先进入注册兑现阶段，商业化确定性持续提升 - 海外已布局2项全球III期研究，全球注册路径逐步清晰，乳腺癌与子宫内膜癌开发有望扩大适用人群 - DB-1303单项潜在里程碑达到8.575亿美元 - 关键III期数据、国内获批及海外注册推进将共同驱动后续价值释放

中国ADC代表资产已经跨越单纯交易验证，开始形成全球后期临床、国内获批与高权益共同开发三类价值实现路径。sac-TMT在中国拥有4项适应症，并由默沙东推进多项全球III期，临床成熟度和合作方投入强度均处于领先地位。其价值不仅来自单项TNBC数据，而是来自肺癌、乳腺癌和胃癌等多癌种后期矩阵，能够持续提高海外注册概率和峰值销售上限。

Trastuzumab pamirtecan已在中国进入BLA受理阶段，海外拥有2项全球III期，代表从授权出海进入注册验证的另一条路径。该资产的核心关注点是HER2低表达乳腺癌和子宫内膜癌关键数据能否形成差异化，并推动BioNTech进一步扩大适应症。iza-bren则体现高权益结构的长期价值，中国获批提供临床可行性验证，8亿美元首付款和美国利润分享提高原研企业在商业化成功后的价值留存，但海外仍处 I 期，临床阶段提升将成为估值释放的关键。

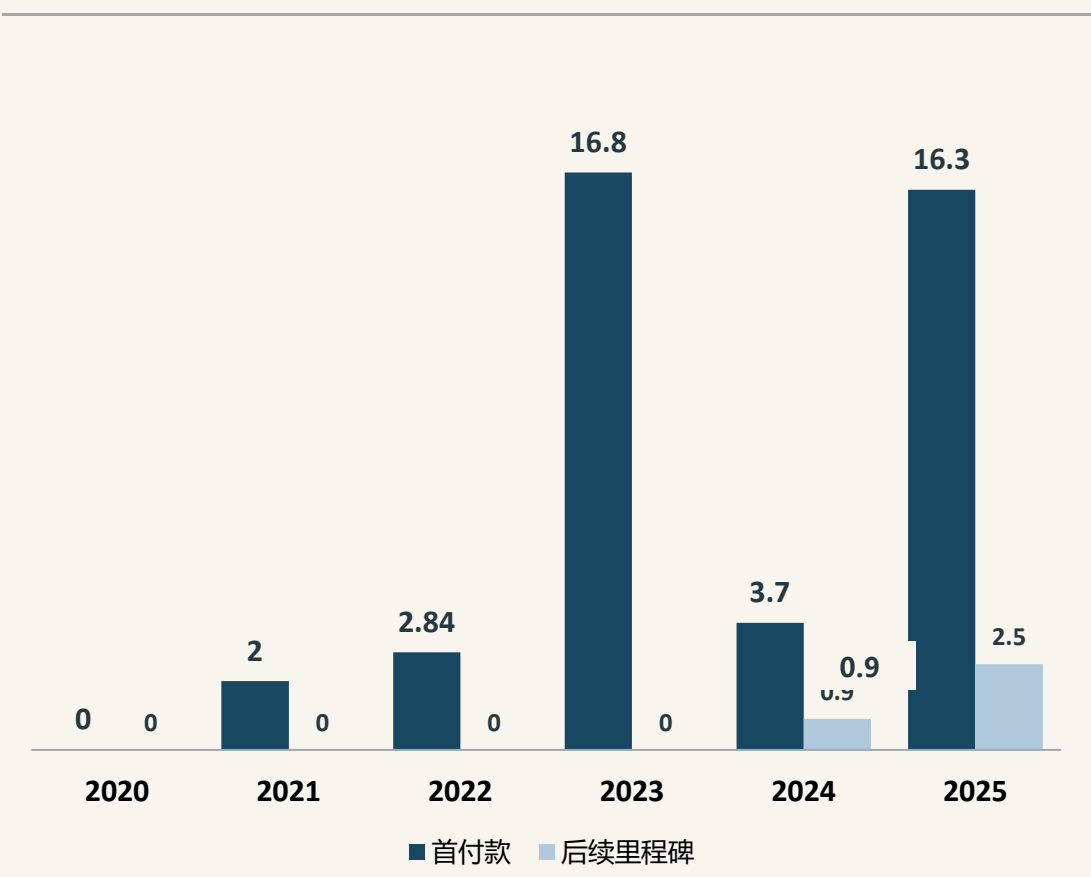
三项资产说明交易规模、临床阶段和权益结构必须同时评价。sac-TMT的优势是兑现确定性，iza-bren的优势是价值留存，trastuzumab pamirtecan的优势是注册进度。**投资市场应根据不同路径选择定价变量，后期资产重点观察关键读出和申报节点，高权益早期资产重点观察全球试验扩展和资金承受力。能够同时兼顾临床确定性与高权益的企业，才具备更高的长期价值弹性。**

三条价值路径并非相互排斥，优质企业最终需要由单一领先资产走向多层次兑现。后期资产提供近期催化和估值底部，高权益结构放大远期净现值，平台多资产输出降低单项目风险。若企业能够在未来两年同时出现全球III期读出、国内适应症放量和新增里程碑到账，资本市场将更容易上调成功概率与收入预测，形成持续重估而非一次性事件交易。

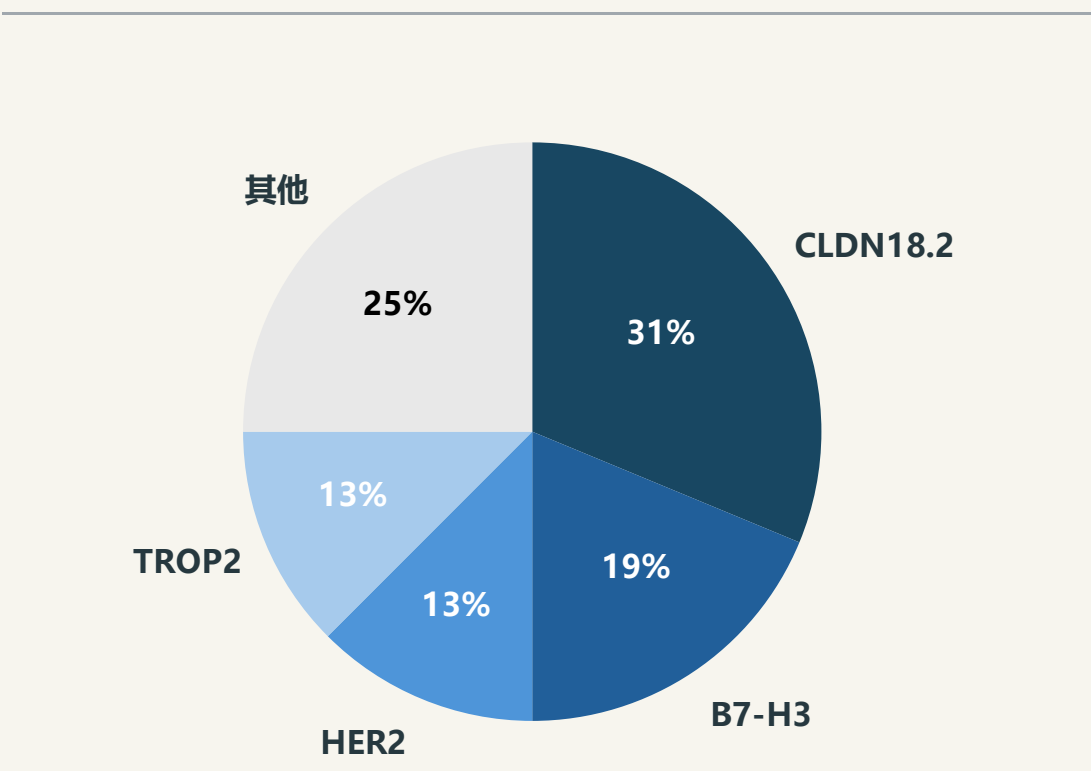
ADC出海交易保持活跃，名义规模对资产价值解释力下降

中国ADC出海仍保持高活跃度，但交易评价已由潜在总金额转向首付款、近期付款、资产阶段与靶点差异。2023年和2025年首付款分别达到16.8亿美元和16.3亿美元，显示高质量资产能够获得更高确定性现金。16项代表性授权资产中，多数在 I 期或临床前签约，CLDN18.2与B7-H3合计占一半，后置里程碑高度依赖未来开发成功。名义总额更多反映多适应症和销售情景，只有首付款比例、临床成熟度、合作方研发承诺和企业保留权益能够解释交易真实质量，投资者应重点关注交易后全球开发进度与现金兑现节奏。

中国ADC对外授权首付款及后续里程碑（亿美元），2020-2025



中国ADC对外授权药物靶点分布（%），2026H1



中国ADC出海交易仍处于活跃周期，但名义交易总额对资产价值的解释力明显下降，**确定性现金和签约后推进已经成为更重要的交易质量指标**。2023年中国ADC授权首付款达到16.8亿美元，2025年再次达到16.3亿美元，两个高点均来自少数高质量资产获得跨国药企较高前期投入。相比之下，后续里程碑付款规模仍较小，2025年约2.5亿美元，说明大部分潜在交易价值仍依赖未来临床、注册和销售条件触发。

授权资产的阶段和靶点结构进一步揭示风险。16项代表资产中多数在 I 期或临床前完成签约，CLDN18.2占31%，B7-H3占19%，两类靶点合计占一半。热门靶点能够提高交易效率，也意味着同类资产数量快速增加，合作方可能根据临床数据重新配置资源。**早期交易的高里程碑金额更多反映多适应症开发假设，不能直接等同于企业能够获得的现金或资产净现值。**

投资者应把交易拆解为确定性现金、研发承诺和长期权益。高首付款能够降低原研企业融资压力，全球III期投入能够验证合作方优先级，销售提成和利润分享决定商业化成功后的价值留存。对以授权为主要模式的企业，需要重点比较首付款占潜在总额比例、后续里程碑到账速度和合作方新增试验数量。只有交易后临床持续推进，名义金额才会逐步转化为可计量价值。

交易质量的变化也将影响企业战略。高首付款能够支持原研企业继续投入自有管线，分级提成则为长期现金流提供上行空间。若授权资产长期停留在早期阶段，企业仍需依靠新交易维持收入，商业模式的可持续性较弱。投资市场应区分依赖持续卖出资产的平台和能够通过少数核心产品形成临床、注册与销售闭环的平台，后者通常拥有更稳定的价值实现能力。

海外合作方持续投入成为出海资产落地质量的关键验证

出海资产的高质量验证发生在签约之后，合作方是否快速启动全球Ⅲ期、扩大适应症并持续增加患者入组，比交易公告本身更能反映内部研发判断。sac-TMT与trastuzumab pamirtecan在签约后较快进入全球Ⅲ期并已披露关键阳性信号，形成领先梯队。RC48虽然较早完成授权并具备国内商业化基础，但海外Ⅲ期推进相对缓慢。iza-bren、HS-20093与多项早期资产仍处于全球 I 期或 I /Ⅱ期。行业应建立签约至Ⅲ期、关键读出和注册申报的持续跟踪体系，避免把未推进的授权资产长期视为同等价值。

中国出海ADC签约后全球开发进度，2026H1

第一梯队 全球后期验证	sac-TMT 默沙东	BNT323 BioNTech
	2023年启动全球Ⅲ期 TNBC研究达到PFS主要终点 覆盖肺癌、乳腺癌及胃癌 优势在于开发速度与适应症广度	2023年进入全球Ⅲ期 2025年披露Ⅲ期PFS阳性 覆盖HER2低表达乳腺癌及子宫内膜癌 优势在于注册路径逐步清晰
第二梯队 商业化或权益领先	RC48 Seagen及辉瑞	iza-bren BMS
	中国形成多适应症销售基础 海外尚未启动全球Ⅲ期 估值提升依赖合作方追加后期投入	中国获批并保留美国利润分享 海外仍处 I 期开发 高权益价值等待全球阶段前移
第三梯队 早期全球开发	HS-20093及其他早期资产	
	大型药企合作与监管资格已形成初步验证，全球开发以 I 期或 I /Ⅱ期为主，下一轮催化来自剂量扩展、适应症增加与Ⅲ期启动。	

出海资产的真实质量需要在签约后验证，合作方全球开发速度已经成为区分高质量交易和远期选择权的核心指标。sac-TMT在2022年完成交易后于2023年启动全球Ⅲ期，并在TNBC研究中达到PFS主要终点，全球开发进一步覆盖肺癌、乳腺癌和胃癌。BNT323同样在2023年签约后快速进入全球Ⅲ期，并于2025年披露PFS阳性结果，两项资产形成交易后快速放大的领先路径。

其他资产仍处于不同兑现阶段。RC48较早完成海外授权，并已在中国形成商业化基础，但全球Ⅲ期尚未启动，海外价值需要合作方追加后期投入。iza-bren通过BMS合作保留美国利润分享，中国获批提高了资产可信度，但海外仍处于 I 期。HS-20093等资产获得大型药企合作和监管资格，下一轮重估需要由剂量扩展、适应症拓展和Ⅲ期启动推动。

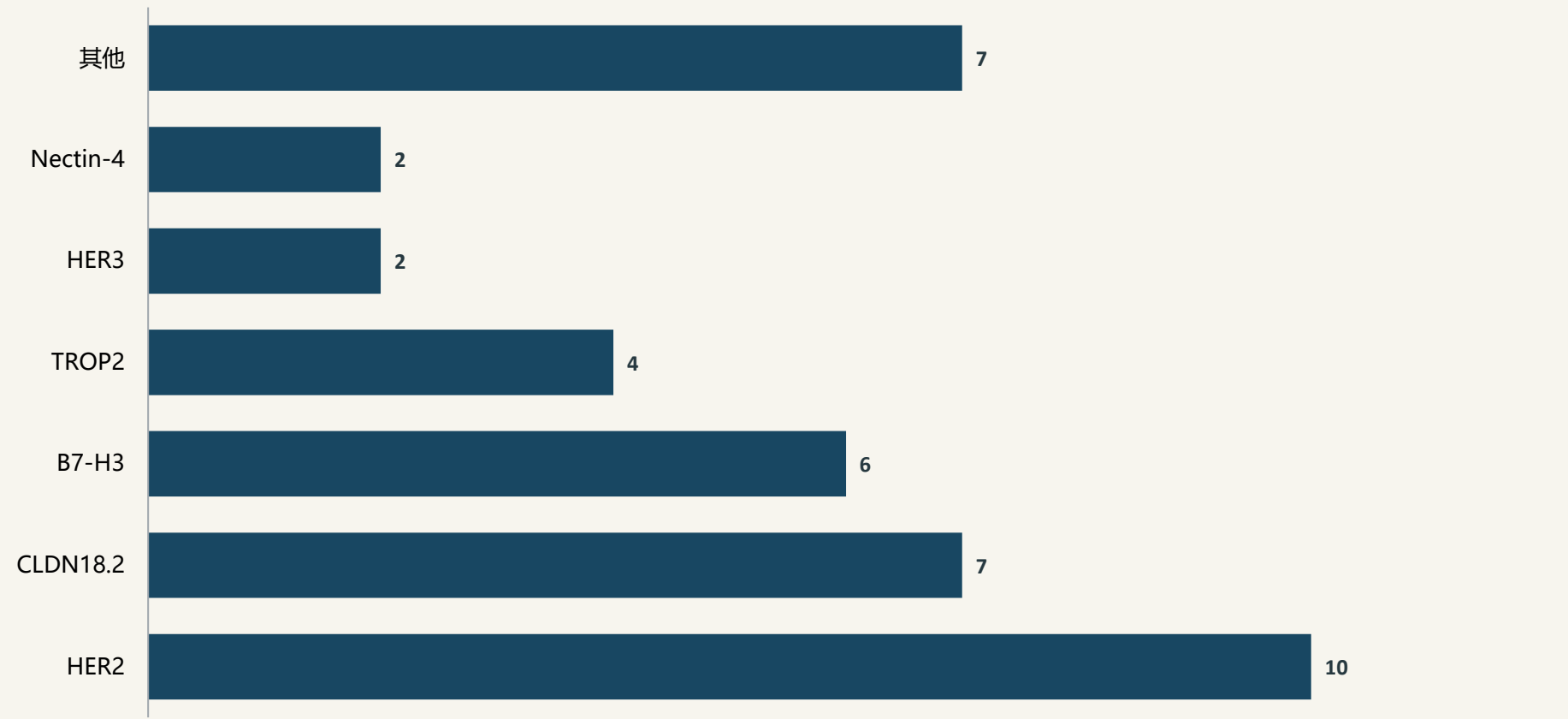
对资本市场而言，合作方持续增加试验数量、扩大治疗线和投入大规模患者入组，相当于对资产进行连续内部投票。进入全球Ⅲ期能够显著提高注册成功概率，关键阳性数据则把价值由合作预期推进到监管预期。**企业评价应跟踪签约至Ⅲ期启动的时间、全球适应症数量和主要终点成熟度，优先关注开发速度快、合作方资源投入强且原研企业保留较高经济权益的资产。**

梯队并非静态排名，而是对交易后落地速度的阶段判断。**第一梯队已由全球Ⅲ期和关键终点建立较高确定性，第二梯队拥有商业化基础或优质权益，但需要合作方推进补足海外证据。第三梯队仍主要依赖监管资格和早期数据。**企业若能够在未来一年完成Ⅲ期启动或关键适应症扩展，可能快速跨越梯队并触发估值重估，因此临床时间表和合作方资源排序值得持续关注。

靶点持续拥挤，临床超越能力取代管线布局成为价值核心

中国ADC管线已在HER2、CLDN18.2、TROP2与B7-H3形成明显集群，单纯拥有热门靶点不再构成稀缺性。HER2资产数量最多且已进入全球III期竞争，CLDN18.2成为最拥挤的新靶点之一，TROP2则面对全球上市产品和多项后期研究的双重压力。临床阶段上，III期资产仍是少数，I期和I/II期构成最大群体。未来价值判断应从管线数量转向同癌种、同治疗线下的疗效、安全性和可持续给药能力，并关注产品是否能够进入一线、辅助治疗或建立明确的伴随诊断路径。

中国临床阶段ADC药物靶点管线数量（项），2026H1



中国ADC靶点竞争已由快速布局进入临床筛选阶段，管线数量不再直接对应资产价值，能否在同靶点竞争中形成可验证的疗效优势和治疗窗口，正在成为决定合作优先级与估值水平的核心变量。重点临床管线中HER2达到10项，CLDN18.2为7项，B7-H3为6项，TROP2为4项，前四类靶点合计占比超过七成，研发资源已明显向商业空间较大或临床价值正在快速验证的方向集中。

成熟靶点与新兴靶点对应不同的价值实现逻辑。HER2和TROP2已有全球上市产品建立临床疗效与商业化基准，患者识别和注册路径相对清晰，但后续资产必须在低表达覆盖、耐药人群、治疗线前移或安全性方面形成明确差异。仅依靠相近结构和早期缓解率进入成熟靶点，难以在跨国药企内部资源排序和资本市场估值中获得持续溢价。

CLDN18.2与B7-H3已成为中国企业差异化布局的重要方向，当前重点管线数量分别达到7项和6项。两类靶点覆盖胃癌、肺癌及多种实体瘤，未满足治疗需求较高，也更容易形成对外合作机会。但随着项目快速增加，靶点表达阈值、肿瘤异质性、药物内吞效率和正常组织毒性将成为临床筛选的关键。早期数据表现突出的资产仍需要通过扩大入组和随机对照研究证明疗效稳定性，才能将新靶点预期转化为注册成功概率。

靶点拥挤度上升也将改变ADC交易定价方式。跨国药企对资产的判断正在由获取热门靶点转向争夺同类最佳产品，具备差异化连接子载荷组合、明确生物标志物策略和较宽治疗窗口的项目，更容易获得全球后期开发投入。缺少临床差异化的同质化管线即使完成授权，也可能面临后续开发资源不足和里程碑兑现放缓。

投资者应将靶点空间与资产质量分开评价。成熟靶点的核心价值来自较高注册确定性和多适应症扩展能力，新兴靶点的估值弹性则来自潜在患者空间和竞争格局尚未固化。未来更具投资价值的企业，不是拥有最多热门靶点管线，而是能够通过关键临床数据证明产品优势，并推动资产进入全球III期、一线治疗或围手术期开发的企业。

数据来源：企业公告，公司年报，FDA，ClinicalTrials，Choice，头豹研究院整理

第三章

产品竞争力重新分层

技术价值由治疗窗口、适应症拓展与专利壁垒共同决定

ADC平台价值不取决于技术标签的复杂程度，而取决于连接子、载荷、DAR与偶联方式能否转化为更宽治疗窗口、更稳定生产和更长知识产权保护。中国临床管线以Topo I 抑制剂为主，强旁观者效应适合实体瘤和低表达患者，但骨髓抑制与间质性肺病仍需严格管理。双抗ADC约占一成，强调提升内吞和覆盖肿瘤异质性，但分子结构和生产一致性更复杂。平台专利到期多集中在2035年以后，宜联和乐普披露的专利家族较多。评价平台时应把临床安全性、适应症扩展、CMC可复制性与专利覆盖共同纳入。

中国重点ADC平台专利及临床转化能力，2026H1

专利覆盖领先 宜联生物 TMALIN 16个核心专利家族 覆盖中国、美国、欧洲及亚太市场 基础到期集中于2042至2044年 YL系列进入全球合作与临床验证	专利家族数量领先 乐普生物 Lepu/Synaffix 披露22个相关专利家族 覆盖多个主要药品市场 基础到期集中于2031至2037年 价值取决于MRG系列后期数据与商业化
全球后期资产验证 映恩生物 DITAC/DIMAC 核心平台专利预计延伸至2041年以后 BNT323进入全球III期 多资产获得BioNTech合作 平台复用能力已获得外部验证	临床兑现领先 科伦博泰 OptiDC 专利覆盖中国、美国及日本等区域 基础到期集中于2035至2038年 sac-TMT形成全球III期矩阵 平台价值由后期临床及销售放量支撑

ADC平台价值正在由技术参数展示转向临床转化效率验证。连接子稳定性、载荷活性和偶联均一性只有转化为更宽治疗窗口、更稳定剂量强度和更高患者覆盖，才能形成可持续的平台溢价。中国实体瘤ADC目前以拓扑异构酶 I 抑制剂为主要载荷，较强旁观者效应有利于覆盖低表达和异质性肿瘤，但骨髓抑制、胃肠道反应与间质性肺病等风险也具有一定共性，企业需要通过分子设计和临床剂量管理建立差异化。

双抗ADC约占中国活跃临床管线的一成，能够利用双靶点结合改善肿瘤选择性和内吞效率，并拓展耐药及低表达患者覆盖范围。该技术路径同时提高了抗体构建、偶联工艺、生产一致性和安全窗控制难度。双抗设计本身并不必然带来更高价值，只有在相同适应症中证明疗效增益，或以更低毒性支持治疗线前移，才能转化为临床竞争优势。

平台的核心商业价值来自持续产生可进入后期临床的产品，而不是专利数量或技术标签本身。映恩生物的DITAC与DIMAC平台已由BNT323进入全球III期以及多项BioNTech合作完成外部验证，说明平台具备跨资产复用和持续交易能力。科伦博泰OptiDC平台通过sac-TMT建立多癌种全球III期矩阵，并形成国内销售收入，平台价值已从早期授权进一步延伸至临床和商业兑现。

宜联生物TMALIN平台披露16个核心专利家族，覆盖中国、美国、欧洲及亚太主要市场，基础专利到期时间集中于2042年至2044年，为后续产品开发和全球合作保留较长保护周期。乐普生物披露22个相关专利家族，数量基础较为突出，但核心专利到期相对更早，平台价值仍需依靠MRG系列产品的后期数据、注册推进和商业化表现进一步验证。专利覆盖范围决定资产能否实现全球授权，临床转化能力则决定专利最终能够形成多少经济价值。

随着ADC技术路线逐渐成熟，资本市场将降低对单纯技术叙事的估值容忍度。具备后期资产验证、全球合作方持续投入、较长专利保护和可规模化生产能力的平台，更容易获得长期估值溢价。只有早期专利布局但缺少临床进展的平台，仍应按照单项目成功概率审慎定价。真正值得关注的是能够将一套技术体系连续转化为多个可注册资产的企业。

同适应症标准化对比成为识别ADC临床竞争力的前提

ADC临床数据必须在相同癌种、治疗线、患者筛选和对照背景下比较，不能把不同试验的ORR直接排列。HER2阳性转移性乳腺癌的头对头研究显示，Enhertu相对Kadcyla同时改善ORR、PFS与OS，体现随机Ⅲ期证据的高解释力。TROP2后线TNBC中，sac-TMT与Trodelvy的ORR存在差异，但患者地区、随访时间和对照设计并不完全一致。CLDN18.2早期研究的表达阈值和剂量队列差异更大。评价资产应优先使用随机对照终点，并同步考察入组规模、随访成熟度和安全性。

同癌种及治疗线下ADC关键临床结果

适应症及线次	产品	证据等级	ORR	中位PFS	中位OS
HER2阳性转移性乳腺癌二线	Enhertu	随机Ⅲ期	78.9%	29.0个月	52.6个月
HER2阳性转移性乳腺癌二线	Kadcyla	随机Ⅲ期	36.9%	7.2个月	42.7个月
经治转移性TNBC	sac-TMT	随机Ⅲ期	45.4%	5.7个月	未成熟
经治转移性TNBC	Trodelvy	随机Ⅲ期	35.0%	5.6个月	12.1个月
经治胃癌及GEJ癌	CMG901	剂量扩展	29.0%	3.7个月	10.1个月
经治胃癌及GEJ癌	IBI343	剂量队列	29.0%	5.5个月	未成熟

ADC资产的临床竞争力必须建立在同癌种、同治疗线和相近患者基础的比较之上，随机对照Ⅲ期数据是估值中最具解释力的证据。早期单臂研究能够判断药物是否具有活性，但容易受到入组人群、既往治疗和随访时间影响。随着同靶点产品增多，资本市场需要从比较最高缓解率转向评价证据等级、疗效持续性、安全性和注册可行性。

HER2阳性转移性乳腺癌二线治疗已经形成清晰的临床标杆。Enhertu的客观缓解率达到78.9%，中位无进展生存期达到29.0个月，显著高于Kadcyla的36.9%和7.2个月，中位总生存期也由42.7个月提升至52.6个月。头对头Ⅲ期研究证明Enhertu能够改变标准治疗，疗效优势因此可以直接转化为更高市场份额、更广适应症布局和更强生命周期管理能力。

这一案例说明能够同时提升缓解深度、延长疾病控制时间并改善总生存期的产品，更容易进入前线治疗和更大患者人群。对于同处HER2赛道的中国资产，估值基础不应只是靶点相同，而应观察能否覆盖低表达或耐药患者，并在安全性和给药强度方面建立可识别优势。

TROP2后线三阴性乳腺癌竞争则仍处于持续验证阶段。sac-TMT的客观缓解率为45.4%，中位无进展生存期为5.7个月，Trodelvy分别为35.0%和5.6个月。sac-TMT展现出较强肿瘤缩小能力，但无进展生存期差异尚不突出，其全球竞争位置仍需依靠总生存期成熟、随机Ⅲ期结果和更广泛患者数据确认。若后续能够在维持疗效的同时改善安全性，产品才可能获得治疗线前移和全球注册的更高确定性。

CLDN18.2资产显示新兴靶点已经形成初步临床活性，但产品间优势尚未完全拉开。CMG901与IBI343的客观缓解率均接近29%，中位无进展生存期分别为3.7个月和5.5个月。表达阈值、剂量水平和既往治疗背景差异使单点结果难以直接排名，未来价值将更多取决于随机研究、疗效持续时间和安全窗。能够建立清晰伴随诊断标准并进入更前治疗线的资产，更有可能在拥挤赛道中形成商业化优势。

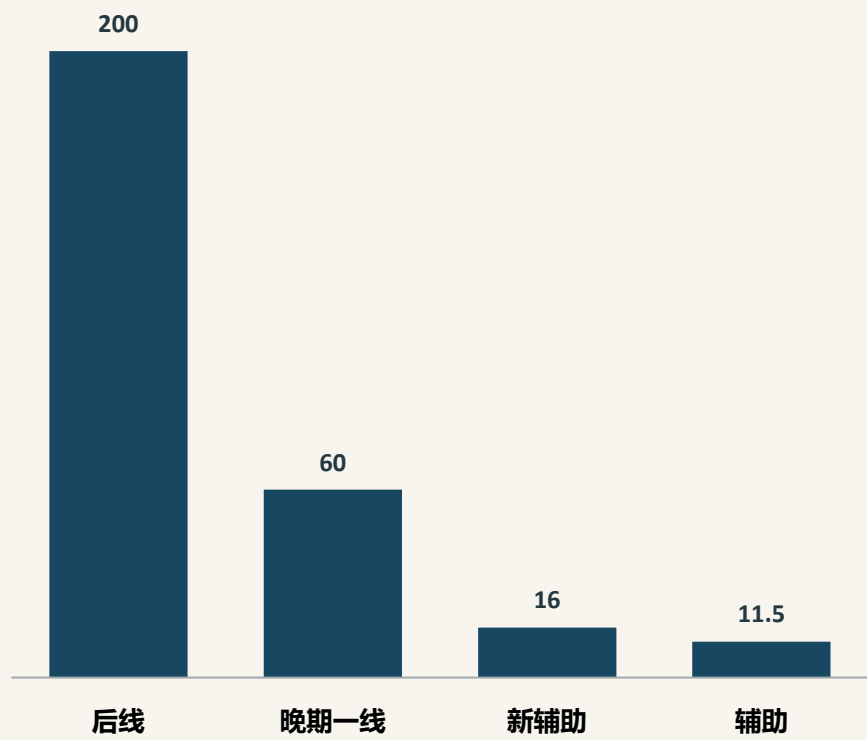
未来中国ADC企业的价值分化将更多来自临床证据质量，而不是披露数据数量。**投资者应重点关注关键终点是否预先设定，研究是否具备对照设计，疗效优势能否覆盖安全性代价，以及临床结果是否足以支持全球注册。只有能够将早期活性连续转化为Ⅲ期阳性、监管申报和治疗标准变化的资产，才具备形成全球大单品的基础。**

数据来源：企业公告，公司年报，FDA，ClinicalTrials，Choice，头豹研究院整理

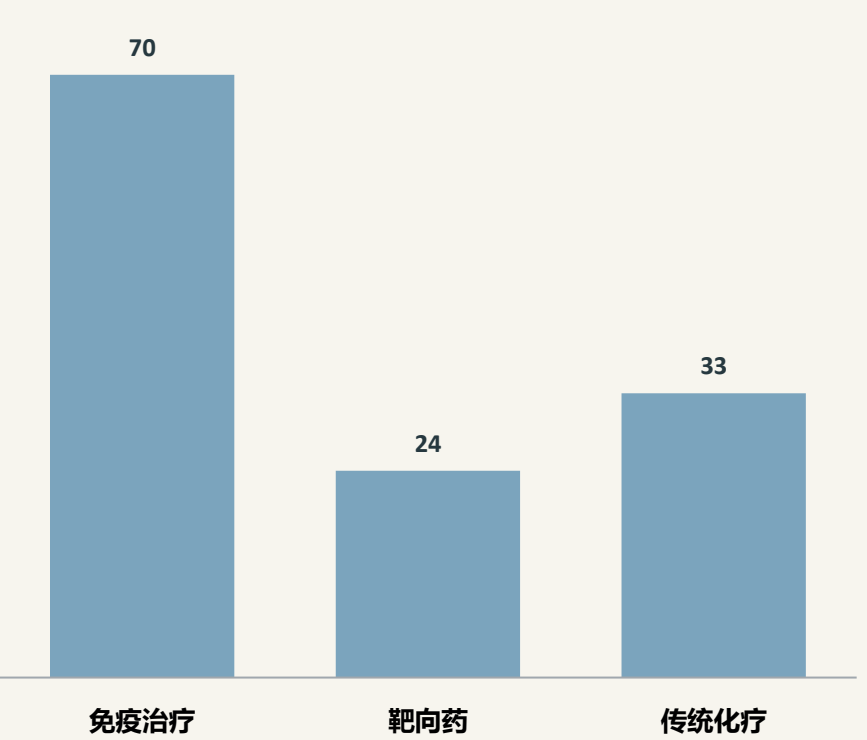
适应症前移与联合治疗能力决定ADC产品商业化上限

中国原研ADC试验仍以晚期后线治疗为主，约七成明确治疗场景集中在经治患者，一线、新辅助和辅助治疗占比明显较低。后线单药能够快速完成概念验证，但患者规模、治疗时间和商业空间受到限制。约107项去重后的联合治疗试验中，免疫检查点组合占比超过六成，显示ADC正在向一线和综合治疗方案延伸。真正的大单品需要在安全性可控的前提下进入更前治疗线，并通过联合PD-1、靶向药或化疗扩大获益人群。生命周期管理能力将成为区分平台型资产与单适应症资产的关键。

中国原研ADC临床试验治疗场景分布（项），2026H1



中国原研ADC联合治疗试验数量（项），2026H1



适应症前移和联合治疗是ADC由后线机会转化为大单品的关键路径，中国原研资产正在从经治患者向一线和围手术期逐步扩展。现有临床研究中后线治疗约200项，占明确治疗场景近七成，晚期一线约60项，新辅助和辅助治疗合计不足30项。后线单药能够以较小规模快速验证疗效，但患者数量、治疗时间和销售上限均受到限制。

联合治疗已成为扩大适用人群的主要方式。去重后的联合研究约107项，其中与PD-1或PD-L1等免疫治疗组合约70项，占比超过六成。免疫组合有望同时提高肿瘤免疫原性和持续缓解，在乳腺癌、肺癌和胃癌一线开发中具有较高价值。联合靶向药约24项，联合化疗约33项，分别承担耐药覆盖和强化杀伤功能。

对企业估值而言，后线阳性数据决定资产能否进入注册起点，一线和围手术期数据决定峰值销售上限。治疗线前移会显著扩大患者池，也要求产品具备更低累积毒性、更稳定剂量强度和更完善供应能力。投资者应优先关注已经建立后线疗效基础，同时拥有一线随机III期、免疫联合和辅助治疗布局的资产。具备完整生命周期管理矩阵的企业更可能形成持续收入，而单一后线适应症的价值弹性相对有限。

生命周期管理将成为企业收入预测的关键变量。**后线适应症通常能够较快获批，但市场渗透受到患者规模限制。**一线和围手术期研究的开发周期更长，成功后可显著提升峰值销售和用药时间。**投资者应比较企业在不同治疗线的试验组合，判断当前估值是否已经反映前移成功。拥有多个前移适应症且安全性可支持长期使用的产品，价值弹性更高。**

第四章

全球商业化兑现路径

未来五年将形成中国原研ADC全球商业化集中验证窗口

中国原研ADC已积累多项FDA突破性疗法和快速通道资格，2026至2030年将进入关键数据、注册申报和海外上市的集中验证期。sac-TMT、BNT323、HS-20093、iza-bren和YL201等资产获得突破性疗法认定，说明特定适应症的临床价值已获监管认可。真正的估值催化来自全球III期终点、BLA或NDA受理和审评节点，具备监管资格、后期数据、全球合作方和较高权益的企业更可能形成连续价值兑现，投资者应优先关注能够将监管认可快速转化为申报进度的资产。

中国原研ADC代表药物FDA监管资格及注册价值

全球后期开发及注册窗口				
药品	靶点	FDA认定	当前开发阶段	注册及投资价值
sac-TMT	TROP2	突破性疗法	多项全球III期 中国已获批4项适应症	临床成熟度领先 海外申报是核心催化
BNT323	HER2	突破性疗法 快速通道	全球III期PFS阳性 中国BLA受理	进入海外注册窗口 数据成熟度支撑重估

监管认可已形成，全球阶段仍需前移				
药品	靶点	FDA认定	当前开发阶段	注册及投资价值
HS-20093	B7-H3	两项突破性疗法	全球 I / II 期 GSK负责开发	III期启动将提高注册确定性
iza-bren	EGFR×HER3	突破性疗法	中国已获批 海外 I 期	高权益结构等待海外阶段前移
YL201	B7-H3	突破性疗法	全球早期临床	小细胞肺癌后期验证是关键
MRG003	EGFR	突破性疗法 快速通道	中国已获批	海外注册节奏决定价值增量

中国原研ADC已进入全球监管资格密集积累阶段，2026年至2030年将成为关键数据、注册申报和潜在海外上市的集中验证窗口。sac-TMT、BNT323、HS-20093、iza-bren和YL201等资产已获得FDA突破性疗法认定，覆盖EGFR突变肺癌、子宫内膜癌、小细胞肺癌和骨肉瘤等高未满足需求人群。监管资格表明早期临床价值和差异化获得认可，也为后续沟通和审评效率提供支持。

不同资产的兑现确定性仍取决于临床阶段。sac-TMT拥有多项全球III期和中国商业化基础，监管资格能够与后期数据形成叠加。BNT323已披露全球III期PFS阳性，具备进入海外注册窗口的条件。HS-20093获得两项突破性疗法认定，并由GSK推动全球开发，III期启动将成为估值提升的关键。iza-bren和YL201的资格价值需要通过海外阶段前移和更大规模研究进一步释放。

投资者应把监管资格视为注册路径的加速器，而不是获批结果本身。真正具有高权重的催化剂是全球III期主要终点、BLA或NDA受理、优先审评和商业化准备。**企业如果同时具备突破性疗法资格、后期试验、全球合作方和明确权益结构，将更容易形成连续估值催化。未来四年最值得关注的是临床数据能够直接转化为申报节点的资产，而不是单纯增加早期资格数量。**

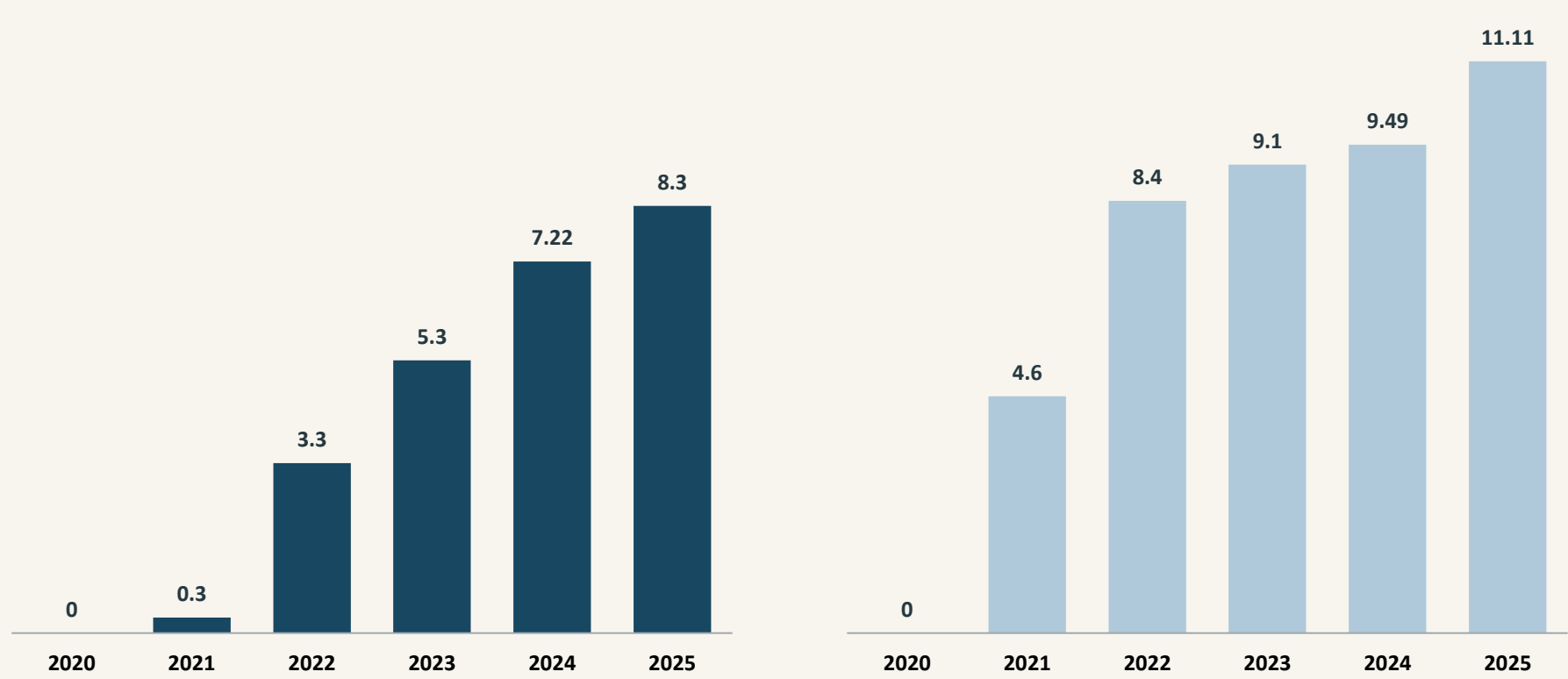
监管资格还会增强企业与合作方的议价能力。**突破性疗法认定能够提高监管沟通效率，并为后续优先审评创造条件。**资产若同时拥有全球III期阳性、FDA资格和中国商业化基础，能够形成临床、监管和收入三重验证。对于仍在早期阶段的项目，认定价值更多体现开发方向获得认可，真正进入注册窗口仍需要后期研究和生产申报准备。

中国市场率先检验ADC产品放量能力与商业化效率

国内获批为中国ADC企业提供最早的产品现金流，但销售增长必须与销售投入、医保准入和适应症扩展共同评价。维迪西妥单抗销售收入由2021年的0.3亿元增至2025年的8.3亿元，验证了国产ADC的持续放量能力。同期荣昌生物整体销售费用由4.6亿元增至11.11亿元，费用增速前期高于产品收入，2024年后收入增长与费用增长趋于匹配。由于企业未完整拆分单品推广成本，本页不机械计算单品利润率，而以收入对销售费用的覆盖改善观察商业化效率。后续新适应症和医保覆盖将决定团队产出能否继续提升。

维迪西妥单抗销售收入（亿元），2020-2025

荣昌生物销售费用（亿元），2020—2025



中国市场正在率先检验国产ADC的放量能力，收入增长与销售投入的匹配程度决定商业化价值能否转化为可持续利润。维迪西妥单抗销售收入由2021年的0.3亿元增至2025年的8.3亿元，四年内实现显著放量，说明国产ADC在获批、医院准入和适应症扩展推动下能够形成真实产品现金流。收入增长也为企业后续海外开发和新管线投入提供了更强支撑。

商业化仍需要较高前期投入。荣昌生物销售费用由2021年的4.6亿元提高至2025年的11.11亿元，2022年费用投入明显领先于单品收入，反映渠道建设和专业推广处于扩张阶段。2023年后维迪西妥单抗收入由5.3亿元增至8.3亿元，销售费用增幅相对温和，收入对销售体系的覆盖逐步改善，商业团队复用和多适应症放量开始体现经营杠杆。

对投资市场而言，产品收入规模只是第一层指标，新增收入与新增销售费用的关系更能反映商业化效率。**医保准入、医院覆盖和适应症数量决定患者触达，销售团队能否同时支持多个创新药决定费用率下降空间。**拥有已上市ADC和后续适应症矩阵的企业能够形成收入安全垫，并降低对一次性授权收入的依赖。未来估值应重点观察收入增速、费用边际变化和新适应症放量是否形成稳定经营现金流。

国内商业化数据还能够检验产品在真实市场中的定位。若新增适应症能够复用既有销售团队，收入增长将逐步快于费用增长，企业经营杠杆开始显现。相反，若每款产品都需要独立扩建团队，销售费用可能长期保持高位。投资者应关注单个销售人员产出、医保后放量速度和多产品协同，判断收入增长是否能够转化为利润与经营现金流。

第五章

企业价值与资本市场定价

里程碑、特许权及利润分成构成海外价值分阶段回流路径

中国ADC资产的海外价值并不会一次性回流，而是通过首付款、研发里程碑、注册里程碑、销售提成和利润分享分阶段实现。传统License-out模式由合作方承担海外开发和商业化费用，原研企业获得分级提成，现金确定性较高但价值上限受权益让渡约束。iza-bren采用美国共同开发和净利润共同分享，保留更高海外价值，同时需要承担研发投入和亏损风险。不同模式不能用名义交易总额直接比较，估值应区分会计收入、现金到账和未来或有价值，并根据权益比例和成功概率折现。

中国重点ADC交易的海外价值回流结构

合作方及药物	合作模式与区域	销售提成与现金回流	开发费用及利润分享	投资市场关注重点
Seagen及辉瑞 RC48	传统授权 中国以外全球区域	-	高个位数至低双位数提成 里程碑随注册进度触发	国内商业化提供基础 海外推进速度决定增量
默沙东 sac-TMT	传统授权 大中华区以外全球	中个位数至低双位数提成 里程碑随临床推进回流	默沙东承担授权区费用 无利润分享	全球III期密度最高 成功概率弥补权益比例
BMS iza-bren	共同开发 美国及全球分区域合作	海外高个位数至低双位数提成 中国向BMS支付中个位数提成	美国共同承担开发费用 分享净利润或亏损	价值留存能力最强 资金投入与临床阶段并重
BioNTech BNT323	传统授权 中国大陆及港澳以外全球	高个位数至低双位数提成 里程碑随注册进度触发	BioNTech承担海外开发 无利润分享	全球III期PFS阳性 海外申报决定兑现节奏

海外商业化价值将通过首付款、研发及注册里程碑、销售提成和利润分享分阶段回流，交易结构直接决定中国企业能够保留多少全球价值。RC48、sac-TMT和BNT323采用传统授权模式，合作方承担海外主要开发和商业化费用，原研企业获得分级销售提成。该模式能够降低资金压力并提高全球执行效率，但商业化成功后价值主要以销售额的一定比例回流。

iza-bren采用共同开发模式，美国市场由双方分担开发费用并分享净利润或亏损，海外销售提成达到高个位数至低双位数。该结构显著提高百利天恒体系的价值留存，也增加研发支出和现金流波动。sac-TMT的销售提成为中个位数至低双位数，虽然权益比例低于利润分享模式，但默沙东密集投入全球III期提高了成功概率和里程碑兑现确定性。不同模式需要在成功概率、权益比例和资金负担之间平衡。

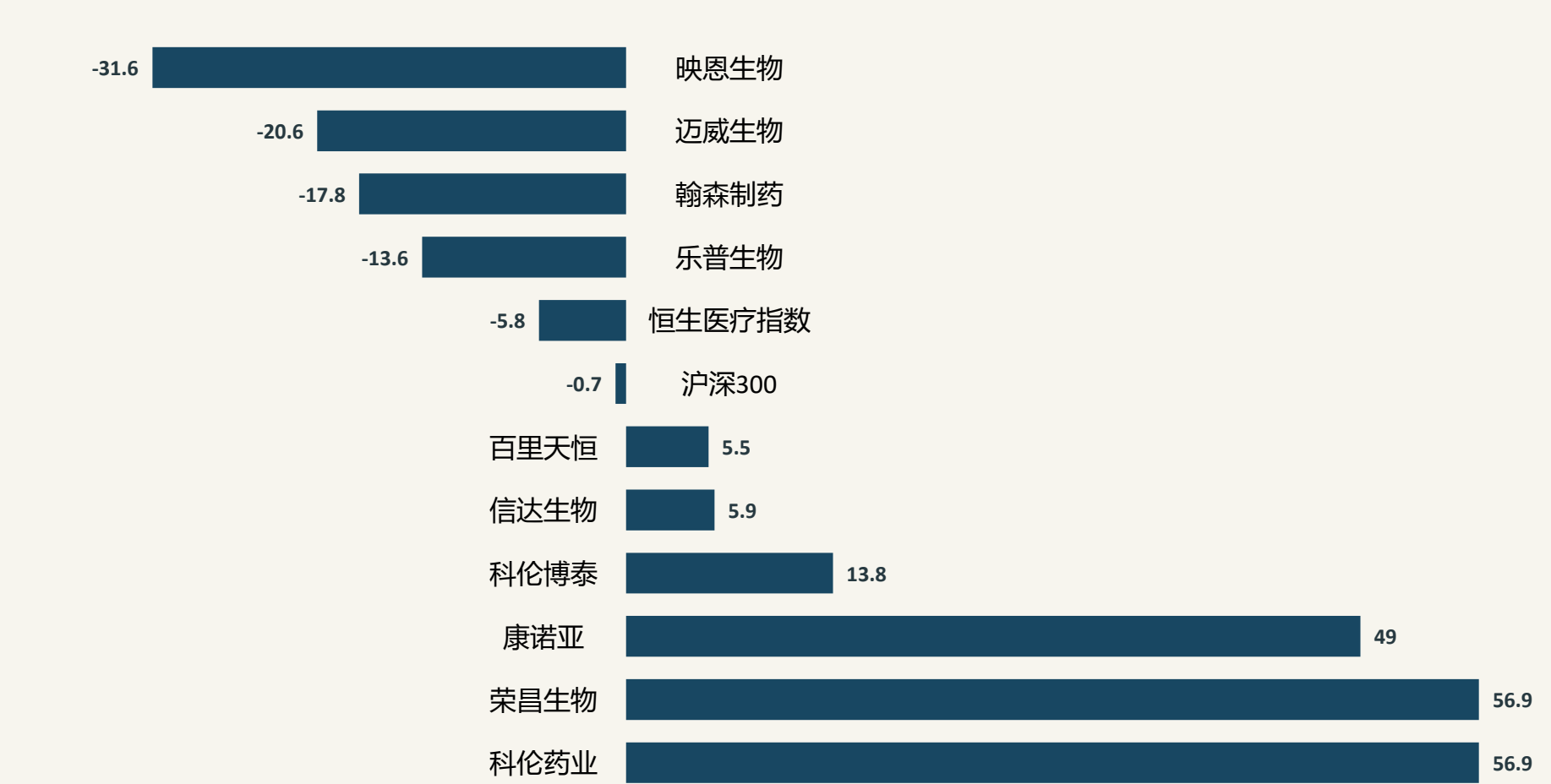
投资者不应以名义交易总额直接判断企业价值。传统授权型企业应重点观察合作方推进速度、提成区间和里程碑到账。共同开发型企业需要同时评估海外权益和研发承受力。高权益只有在临床成功和资金充足时才能转化为更高净现值，低资金压力模式则能够降低单一资产失败对企业的冲击。最具吸引力的交易结构，是在保留较高长期权益的同时获得强合作方全球开发能力。

横向比较显示，传统授权更适合资金有限且希望借助跨国药企全球网络的企业，共同开发则适合拥有充足现金并愿意承担后期风险的企业。两种模式的优劣取决于资产成熟度和公司资本结构。后期高确定性资产若过早让渡大部分权益，可能限制长期价值。早期资产若保留过高权益但缺少开发能力，也可能延缓兑现。交易结构应与企业能力匹配。

资本市场定价由授权事件驱动向临床与商业兑现驱动迁移

2026年以来ADC相关上市公司表现高度分化，说明市场不再对所有管线和授权事件给予统一溢价。科伦药业与荣昌生物A股区间涨幅接近六成，康诺亚上涨约五成，而映恩生物、迈威生物和部分综合药企明显回撤。同期沪深300基本持平，恒生医疗保健指数小幅下跌。区间表现反映市场正在重新识别后期临床、国内销售、合作方推进和早期平台之间的价值差异。具备明确数据读出、获批放量和现金回流的企业更容易获得持续定价，远期里程碑和早期管线则面临更高风险折价。

ADC相关上市公司及基准指数区间涨跌幅，2026H1



资本市场对中国ADC企业的定价正在由交易公告驱动转向临床兑现、产品放量和现金回流驱动，公司表现分化显著扩大。2026年1月5日至7月21日，科伦药业和荣昌生物A股区间涨幅均接近57%，康诺亚上涨49%，明显跑赢同期沪深300和恒生医疗保健指数。科伦博泰、信达生物和百利天恒保持正收益，体现市场对后期资产、国内商业化和全球合作仍给予溢价。

回撤企业反映市场对远期预期的风险重估。映恩生物区间下跌约32%，迈威生物下跌约21%，翰森制药和乐普生物也出现两位数回撤。企业间差异远高于指数波动，说明投资者正在区分资产临床阶段、近期催化剂和价值回流方式。拥有平台合作并不必然获得持续估值支撑，只有关键数据、获批和收入能够将远期里程碑转化为可见现金流。

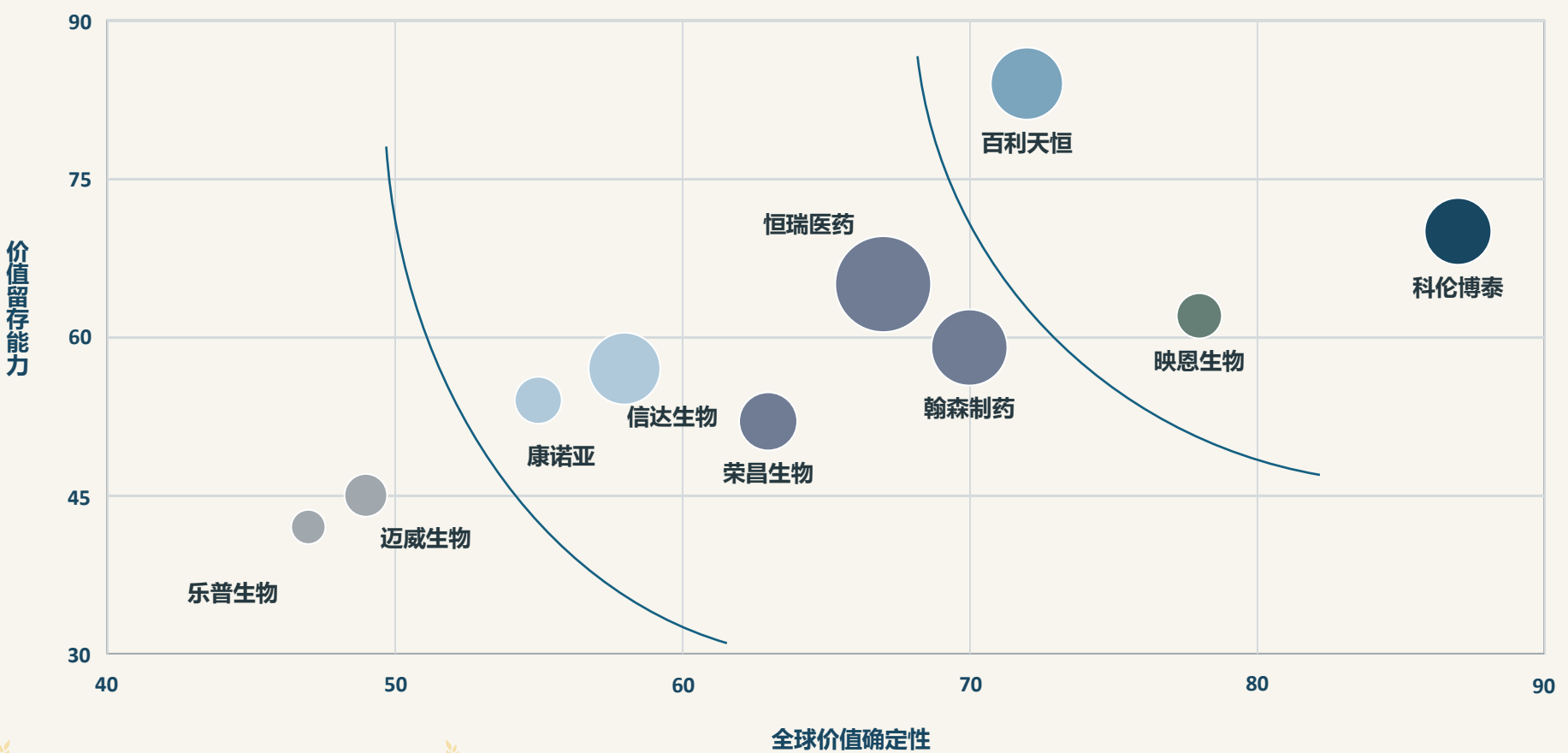
未来ADC板块的超额收益将更多来自兑现节奏，而不是管线数量。全球Ⅲ期阳性能够提高注册成功概率，国内销售增长能够建立估值底部，里程碑到账能够改善现金储备，高权益共同开发则提供更大长期弹性。投资者应关注催化剂密度、临床证据成熟度和当前市值反映程度，优先选择未来两年拥有多项可验证节点的企业，并降低对只有早期授权叙事但缺少后期进展公司的估值容忍度。

股价分化还反映市场对催化剂可见度的偏好。**已经进入全球Ⅲ期、国内持续放量或拥有明确监管节点的企业更容易获得资金关注。早期平台企业需要通过合作方新增试验、关键剂量数据和现金改善重新建立预期。**未来板块行情可能由少数重大数据读出驱动，企业之间相关性继续下降，主动选择资产质量和估值位置的重要性将高于行业整体配置。

全球价值确定性与企业价值留存共同决定企业合理估值

ADC企业合理估值应同时衡量资产成功概率和企业最终可获得的经济利益。本页构建100分全球价值确定性体系，其中全球临床与注册进度占35分，合作方投入与开发强度占20分，监管资质和关键数据占15分，权益保留与价值回流占20分，商业化与资金承受力占10分。横轴表示全球价值确定性，纵轴表示价值留存能力，气泡大小代表最新市值。第一梯队具备全球后期资产或较高权益结构，第二梯队拥有明确资产但兑现节点仍需验证，第三梯队以早期管线或国内阶段为主。评分用于统一比较，不替代分产品rNPV。

中国ADC上市公司价值确定性评分与梯队，2026H1



中国ADC企业价值确定性排行

- | | |
|----|------|
| 1 | 科伦博泰 |
| 2 | 百里天恒 |
| 3 | 映恩生物 |
| 4 | 恒瑞医药 |
| 5 | 翰森制药 |
| 6 | 荣昌生物 |
| 7 | 信达生物 |
| 8 | 康诺亚 |
| 9 | 迈威生物 |
| 10 | 乐普生物 |

第一梯队由科伦博泰、百利天恒和映恩生物构成。科伦博泰凭借sac-TMT在中国获批4项适应症及默沙东多项全球III期布局，形成最清晰的临床、注册与商业化兑现路径。百利天恒依托iza-bren中国获批、8亿美元首付款及美国共同开发与利润分享安排，拥有更高的全球价值留存能力，但海外临床阶段仍需前移。映恩生物的BNT323已进入全球III期并披露阳性结果，BioNTech多资产合作进一步验证其平台持续输出能力。

第二梯队依次为恒瑞医药、翰森制药、荣昌生物、信达生物和康诺亚。恒瑞医药位列第四，优势在于ADC管线完整、资金充足及自主商业化能力较强，全球后期数据是价值提升关键。翰森制药位列第五，HS-20093已获得监管认可并由GSK推进全球开发。荣昌生物位列第六，RC48已建立中国多适应症销售基础，但海外后期开发仍需提速。信达生物位列第七，成熟肿瘤商业化体系能够支撑产品放量，核心资产尚需全球临床数据强化确定性。康诺亚位列第八，CLDN18.2资产具备差异化潜力，后续关注随机研究与注册进度。

第三梯队由迈威生物和乐普生物构成，分别位列第九和第十。迈威生物已围绕Nectin-4形成特色临床资产，价值提升依赖III期数据、海外合作及资金压力改善。乐普生物拥有较丰富的专利和MRG系列管线，但全球后期临床、关键阳性结果与商业化收入仍相对不足。

数据来源：企业公告，公司年报，FDA，ClinicalTrials，Choice，头豹研究院整理

| 头豹业务合作

数据库/会员账号

- 官网原创报告畅读
- 百万行业数据权限
- 数据库API接口服务

定制报告

- 多模态搜索引擎
- 行企研究数据库
- 募投可研、尽调、IRPR等研究咨询

定制白皮书

- 细分行业现状梳理
- 行业未来趋势洞察
- 深度研究报告产出

市场地位声明

- 评估及调研确认客户竞争优势
- 助力企业品牌影响力广泛传播

招股书引用

- 覆盖国民经济19+核心产业
- 内容可授权引用至上市文件以及企业年报中

行研训练营

- 依托完整行业研究体系
- 助力学生掌握行业研究能力，丰富简历履历

联系方式

客服电话：400-072-5588

官方网站：www.leadleo.com

合作邮箱：service@leadleo.com

办公地址：深圳市华润置地大厦E座4105室

方法论

- ◆ 头豹研究院布局中国市场，深入研究19大行业，持续跟踪532个垂直行业的市场变化，已沉淀超过100万行业研究价值数据元素，完成超过1万个独立的研究咨询项目。
- ◆ 头豹研究院依托中国活跃的经济环境，研究内容覆盖整个行业发展周期，伴随着行业内企业的创立，发展，扩张，到企业上市及上市后的成熟期，头豹各行业研究员积极探索和评估行业中多变的产业模式，企业的商业模式和运营模式，以专业视野解读行业的沿革。
- ◆ 头豹研究院融合传统与新型的研究方法论，采用自主研发算法，结合行业交叉大数据，通过多元化调研方法，挖掘定量数据背后根因，剖析定性内容背后的逻辑，客观真实地阐述行业现状，前瞻性地预测行业未来发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现行业的过去，现在和未来。
- ◆ 头豹研究院密切关注行业发展最新动向，报告内容及数据会随着行业发展、技术革新、竞争格局变化、政策法规颁布、市场调研深入，保持不断更新与优化。
- ◆ 头豹研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，以战略发展的视角分析行业，从执行落地的层面阐述观点，为每一位读者提供有深度有价值的研究报告。

法律声明

- ◆ 本报告著作权归头豹所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复刻、发表或引用。若征得头豹同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“头豹研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改。
- ◆ 本报告分析师具有专业研究能力，保证报告数据均来自合法合规渠道，观点产出及数据分析基于分析师对行业的客观理解，本报告不受任何第三方授意或影响。
- ◆ 本报告所涉及的观点或信息仅供参考，不构成任何证券或基金投资建议。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或证券研究报告。在法律许可的情况下，头豹可能会为报告中提及的企业提供或争取提供投融资或咨询等相关服务。
- ◆ 本报告的部分信息来源于公开资料，头豹对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映头豹于发布本报告当日的判断，过往报告中的描述不应作为日后的表现依据。在不同时期，头豹可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告或文章。头豹均不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，头豹对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，读者应当自行关注相应的更新或修改。任何机构或个人应对其利用本报告的数据、分析、研究、部分或者全部内容所进行的一切活动负责并承担该等活动所导致的任何损失或伤害。